



建材建筑行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

建筑建材组

 分析师：李阳（执业 S1130524120003）
 liyang10@gjzq.com.cn

 分析师：赵铭（执业 S1130524120004）
 zhaoming@gjzq.com.cn

新疆煤化工，顺风启航

新疆煤化工将进入高速发展期，“天时地利人和”皆备

(1)“天时”：煤炭资源大省、成本优势显著，新疆煤化工是新形势下能源安全的重要形式；(2)“地利”：水资源、运输问题逐步改善；(3)“人和”：煤炭及煤化工是新疆优势产业，“九大产业集群”中位列前位。

新疆煤化工经济性测算

(1) **煤制气**：受益煤价低成本优势，新疆项目具备经济性。我们以 2024 年新疆 200-400 元/吨的煤价中枢测算，新疆煤制气运输到福州的成本大致在 2.25-2.92 元/立方米，毛利率（已包含财务费用）在 19-38%，新疆煤制气项目具备经济性。当前内蒙古动力煤价格在 615 元/吨，当煤价差在 300-400 元/吨时、对应煤炭带来的单立方米气成本差异在 1-1.33 元，新疆煤制气项目具备经济性、内蒙古不具备，核心成本差异来自煤价。

(2) **煤制油**：国家能源集团牵头投资，油价高于 60 美元/桶时、新疆项目具备长期竞争力。相较煤制气，煤制油项目经济性更易受国际油价影响，以 2024 年新疆 200-400 元/吨的煤价中枢测算，只有在油价高于 60 美元/桶时，才具备长期竞争力，同时除非布油价格长期超过 80 美元/桶，否则非新疆区域煤制油项目较难实现盈利。但我们认为，经济性并非是煤制油项目唯一的考虑因素，煤制油项目可起到能源安全“兜底”作用。

(3) **煤制烯烃**：经济性为重，受油价波动影响较大。煤制烯烃项目成熟度高于煤制油，只有在油价高于 70 美元/桶时，煤制烯烃才具备长期竞争力。

以数据为本，根据已披露的在建、计划、预研项目，新疆煤化工累计可能达 6318 亿元投资、预计 5 年时间陆续建设

根据我们不完全统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达 6318 亿元，其中，煤制气关注发改委预审通过、进展较快的 3 个项目（兴业集团、国家能源集团一期、天池能源一期），煤制油仍然以国家能源集团牵头投资（哈密一阶段煤制油工程总投资额达 567 亿元）。我们认为，煤化工项目预计将按照 5 年时间建设，主因系 2024 年起审批加速、预计 2025-2026 年陆续开工，“十五五”末前建设完成。

受益行业及标的梳理

受益行业及标的方面（第 4 章均有详细测算），(1) 设备环节：建议关注硫回收+航天炉环节龙头，(2) EPC 环节：中国化学、中国石化体系各有优势，建议关注弹性品种，(3) 民爆：“煤化工->煤矿->民爆”逻辑传导，新疆市场持续扩容可期，(4) 基建：铁路、水资源等建设拉动水泥、管道、矿卡等需求，(5) 煤化工业主方。

风险提示

煤制气项目落地不及预期；国际油价大幅波动，煤制油、煤制烯烃项目落地不及预期；新疆区域竞争趋于激烈；煤制气、煤制油、煤制烯烃经济性测算与现实情况出入较大；建设周期导致煤制气经济性测算有较大误差；环评可能导致项目延期或导致成本上升。



内容目录

1 “天时地利人和”皆备，新疆煤化工进入高速发展期.....	5
1.1 “天时”：煤炭资源大省、成本优势显著，新疆煤化工是能源安全的重要一环.....	5
1.2 “地利”：水资源、运输问题逐步改善.....	6
1.3 “人和”：新疆优势和产业，“九大产业集群”中位列前位.....	7
2 新疆煤化工经济性测算.....	7
2.1 煤制气：受益煤价低成本优势，新疆项目具备经济性.....	7
2.2 煤制油：国家能源集团牵头投资，油价高于 60 美元/桶时、新疆项目具备长期竞争力.....	9
2.3 煤制烯烃：经济性为重，受油价波动影响较大.....	10
3 以数据为本，根据已披露的在建、计划、预研项目，新疆煤化工累计可能达 6318 亿元投资、预计 5 年时间陆续建设.....	11
4 受益行业及标的梳理.....	14
4.1 设备环节：硫回收看三维化学，航天炉看航天工程.....	14
4.2 EPC 环节：中国化学、中国石化各有优势，弹性标的看东华科技.....	17
4.3 民爆：“煤化工->煤矿->民爆”逻辑传导，新疆市场持续扩容可期.....	18
4.4 基建：铁路、水资源等建设拉动水泥、管道、矿卡等需求.....	20
4.5 煤化工业主方.....	24
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：2024 年 1-11 月新疆原煤产量同比+22%.....	5
图表 2：2024 年 1-11 月全国原煤产量同比+2%.....	5
图表 3：全国煤价中枢明显抬升（单位：元/吨）.....	5
图表 4：2023 年后新疆煤价稳定（单位：元/吨）.....	5
图表 5：新疆地区的部分主流矿区降雨量偏少（年均降雨量单位：mm）.....	6
图表 6：疆煤铁路外运量及 yoy.....	6
图表 7：新疆哈密坑口价（元/吨）.....	7
图表 8：煤制气项目单立方米折旧成本测算.....	7
图表 9：煤制气项目单立方米水费成本测算.....	8
图表 10：煤制气项目单立方米电费成本测算.....	8
图表 11：煤制气项目单立方米管道输送费用测算.....	8
图表 12：煤制气项目单立方米财务费用测算.....	8
图表 13：新疆煤制气项目毛利率测算.....	9



图表 14:	已投产煤制油主要项目统计表	9
图表 15:	不同布油价格下, 新疆煤制油项目经济性测算	10
图表 16:	布伦特石油现货价中枢上移	10
图表 17:	不同布油价格下, 新疆煤制烯烃项目经济性测算	11
图表 18:	新疆煤制气项目不完全统计	12
图表 19:	新疆煤制油项目不完全统计	13
图表 20:	新疆煤制烯烃项目不完全统计	13
图表 21:	新疆煤制甲醇项目不完全统计	14
图表 22:	煤化工受益行业及标的梳理	14
图表 23:	2020-23 年三维化学收入拆分 (单位: 亿元)	15
图表 24:	2015-23 年三维化学收入盈利 (单位: 亿元)	15
图表 25:	硫磺回收环节-受益新疆煤化工项目估计	15
图表 26:	三维化学工程承包及设计收入	16
图表 27:	三维化学工程承包+设计整体毛利率	16
图表 28:	2020-23 年航天工程收入拆分 (单位: 亿元)	16
图表 29:	2015-2023 年航天工程收入及归母净利润	16
图表 30:	水煤浆气化环节-受益新疆煤化工项目估计	17
图表 31:	2020-23 年东华科技收入拆分 (单位: 亿元)	17
图表 32:	2015-2023 年东华科技收入及归母净利润	17
图表 33:	2020 年民爆行业下游应用领域拆分	18
图表 34:	2024 年民爆生产总值同比增速为正的省/直辖市/自治区	18
图表 35:	2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨, 同比+18.4%	18
图表 36:	2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨, 同比+2.2%	18
图表 37:	2019-2024 年新疆区域民爆生产总值及 yoy	19
图表 38:	2019-2024 年新疆区域工业炸药产量及 yoy	19
图表 39:	新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算	19
图表 40:	2019-2023 年雪峰科技民爆业务收入及 yoy	20
图表 41:	2019-2023 年雪峰科技炸药产能及产量	20
图表 42:	2023-24H1 易普力新疆爆破工程收入及净利润	20
图表 43:	2023-24H1 易普力新疆爆破工程净利率明显高于公司整体水平	20
图表 44:	2015-2023 年青松建化收入及归母净利润	21
图表 45:	2016-2023 年青松建化吨毛利拆分	21
图表 46:	新疆水泥-受益中吉乌铁路弹性测算	21
图表 47:	2015-2023 年青龙管业收入及归母净利润	22
图表 48:	2023 年青龙管业收入按产品区分	22



图表 49: 我国水利管理业固投增速 vs 整体固投增速.....	22
图表 50: 2016-2023 年青龙管业年度新签订单.....	22
图表 51: 2020-23 年武进不锈收入拆分 (单位: 亿元).....	23
图表 52: 2015-2023 年武进不锈收入及归母净利.....	23
图表 53: 2020-23 年北方股份收入拆分 (单位: 亿元).....	23
图表 54: 2015-2023 年北方股份收入及归母净利.....	23
图表 55: 2025-2023 年北方股份矿车销售量.....	23
图表 56: 2015-2023 年北方股份矿车单价及单位毛利.....	23



1 “天时地利人和”皆备，新疆煤化工进入高速发展期

1.1 “天时”：煤炭资源大省、成本优势显著，新疆煤化工是能源安全的重要一环

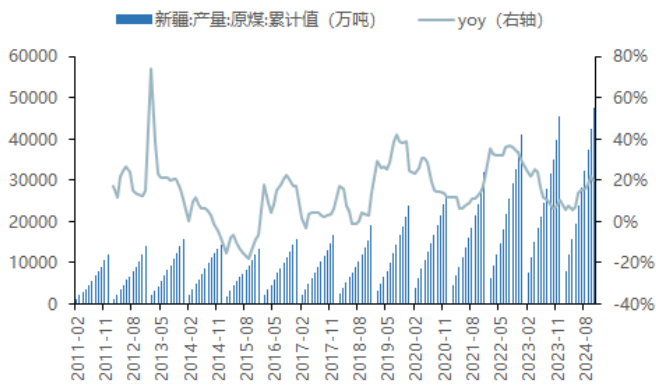
新疆地区煤炭资源丰富，根据自然资源部发布的《2022年全国矿产资源储量统计表》，截至2022年底，我国煤炭储量2070.12亿吨，其中，新疆地区储量达342亿吨、占比17%，是我国第三大煤炭资源储藏地，具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势，开发潜力大。

新疆地区已成为我国新的煤炭保供基地。2022年5月，新疆人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，力争2025年煤炭产能达到4.6亿吨/年以上（2023年新疆煤炭产量已达4.57亿吨）。**新疆作为煤炭行业的重要保供基地，煤电、煤化工项目为疆煤提供消化渠道：**

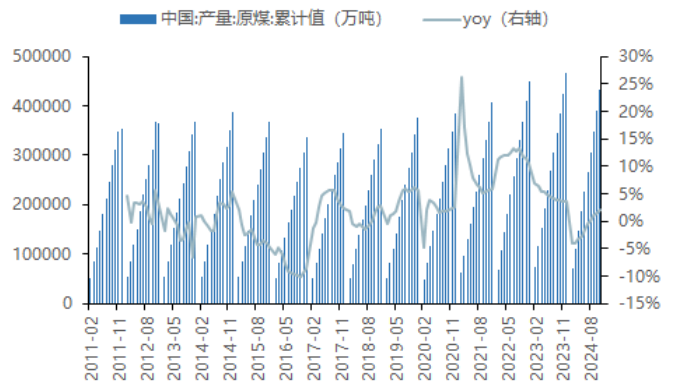
- 2019-2023年，新疆原煤产量CAGR达17.7%，远高于同期全国原煤产量CAGR的5.6%；
- 2024年1-10月，新疆原煤产量4.77亿吨、同比+20.2%，同期全国原煤产量43.22亿吨、同比+2.0%。

图表1：2024年1-11月新疆原煤产量同比+22%

图表2：2024年1-11月全国原煤产量同比+2%



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

疆外煤价中枢抬升，新疆坑口煤成本优势显著，提高新疆煤化工的经济性：

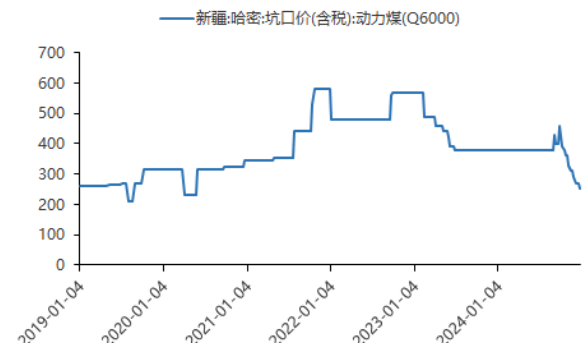
- 2024年（截至12月27日，本段同）京唐港山西产动力末煤全年均价为861元/吨，而2019年对应全年均价为592元/吨，随着其他传统煤炭基地新增供给偏少，全国整体煤价中枢较5年前有明显抬升；
- 2024年新疆哈密动力煤(Q6000)全年坑口均价为368元/吨，2019年对应全年均价为273元/吨，相较内陆区域、煤价上涨绝对值更可控。

图表3：全国煤价中枢明显抬升（单位：元/吨）

图表4：2023年后新疆煤价稳定（单位：元/吨）



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

能源安全角度，煤化工意义显著。我国天然气对外依存度达41%（2023年）、原油对外依存度达73%（2019年数据），在“富煤、贫油、少气”的背景下，发展煤制油/煤制气可减少对进口资源的依赖，新疆煤化工是新形势下能源保供的重要形式。2025年2月4日，国务院关税税则委员会公告自2025年2月10日起，将对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中，对原产于美国的进口煤炭、液化天然气加征15%关税；对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。

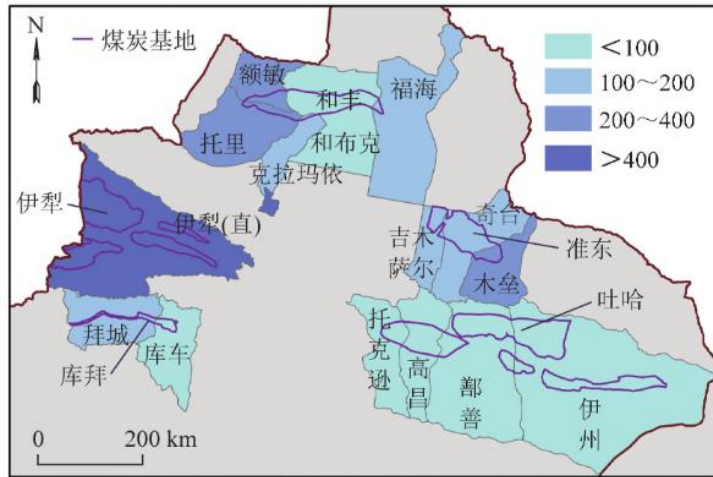


1.2 “地利”：水资源、运输问题逐步改善

新疆地区煤炭资源与水资源的空间分布不均衡，大部分煤矿集中在准东与哈密矿区，需要水资源相匹配，例如哈密矿区煤炭资源丰富、但水资源匮乏，因此以“疆煤外运、疆电外送”为主，因水资源问题、前期煤化工项目较少。

《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中提及，重点推进实施阿克苏河、库山河等一批重大河流控制性水利枢纽和重大水资源配置工程，构建以蓄水为基础、节水为关键、调水为补充的工程网络体系。

图表5：新疆地区的部分主流矿区降雨量偏少（年均降雨量单位：mm）

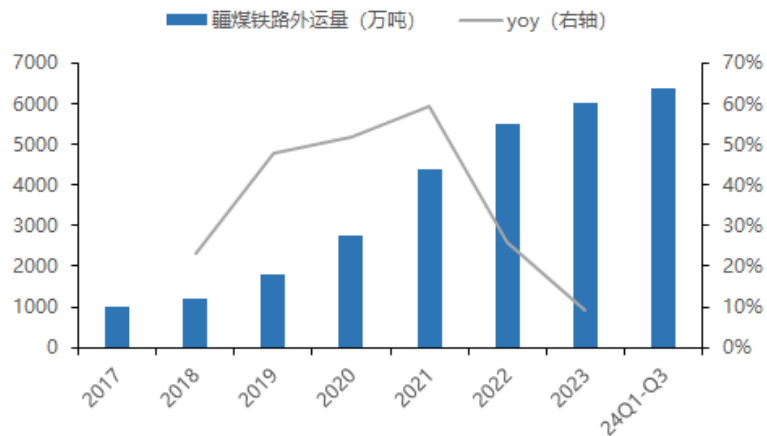


来源：《新疆煤炭资源—水资源—自然生态地理组合类型划分及生态修复策略》（作者：于昊辰等），国金证券研究所

“一主两翼”铁路通道继续扩能，疆煤外运增量可期：

- 新疆“一主两翼”铁路通道，指的是以兰新铁路为主通道、临河至哈密铁路为北通道、格尔木至库尔勒铁路为南通道，①“一主”兰新铁路客专线投用后，兰新铁路功能转变为货运线路，承担疆煤外运主要运输；②“北翼”由临哈线、将淖线、乌将线构成，为提升“北翼”运力，新疆相继实施乌将线扩能改造、新建将淖线等工程；③“南翼”指格库线，2024 年格库铁路新疆段扩能改造工程完工。2017 年前新疆煤炭年外运量基本保持在 1000-1500 万吨，随着“一主两翼”铁路通道持续扩能，2020 年后煤炭外运量明显增长，2017-2023 年疆煤外运量 CAGR 达 35.0%。
- 外部铁路亦有积极变化，重点关注中吉乌铁路建设进展：①2023 年 5 月，中吉乌三方签署《关于就中吉乌铁路建设项目（吉境内段）可行性研究三方联合评审达成一致的谅解备忘录》，标志着项目可行性研究工作已接近尾声；②2024 年 9 月，中吉乌铁路公司揭牌成立；③据俄罗斯卫星社网站报道，吉尔吉斯斯坦总统扎帕罗夫 2024 年 12 月 20 日表示，中吉乌铁路将于 12 月 27 日开工建设；④2024 年 12 月 27 日，中吉乌铁路项目启动仪式在吉尔吉斯斯坦贾拉拉巴德举行，标志该项目前期工作取得重大进展。

图表6：疆煤铁路外运量及 yoy



来源：“新疆发布”微信公众号，国金证券研究所



1.3 “人和”：新疆优势和产业，“九大产业集群”中位列前位

煤化工一直是新疆特色优势产业，在新疆“九大产业集群”中位列前位。新疆以“煤”为基，积极探索煤化工发展新版图，初步构建了以准东、吐哈、伊犁等为主的煤化工产业发展集聚区，和以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。随着新疆加快构建“九大产业”（原为“八大产业集群”，2024年新加入旅游产业）为支撑的现代化产业体系，以煤炭清洁高效利用为核心的煤化工产业驶入发展快车道。

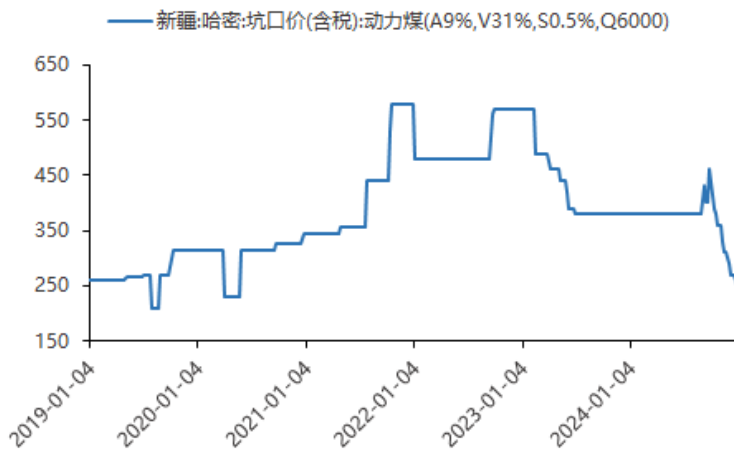
2 新疆煤化工经济性测算

2.1 煤制气：受益煤价低成本优势，新疆项目具备经济性

我们以特变电工天池能源准东 40 亿 Nm³/a 煤制天然气项目（发改委预审通过，属于进展偏快的煤化工项目）为例，测算新疆地区煤制气的经济性：

（1）煤炭成本：复盘 2019 年以来哈密动力煤坑口价，价格波动区间在 200-550 元/吨。在现有技术条件下，1 吨原料煤可以生产约 300 立方米煤制气，按坑口价 200-550 元/吨测算，对应单立方米煤制气的煤炭成本在 0.67-1.83 元。

图表7：新疆哈密坑口价（元/吨）



来源：wind，国金证券研究所

（2）折旧成本：以天池能源准东 40 亿立方米煤制气项目为例，总投资规模 230 亿元，此处我们简单假设 15 年折旧，对应单立方米煤制气的折旧成本在 0.38 元。

其中已考虑环保设备运行成本，参考新疆山能化工有限公司年产 80 万吨煤制烯烃项目，项目总投资 208.58 亿元，其中环保投资 16.67 亿元、占项目建设投资的 8%。

图表8：煤制气项目单立方米折旧成本测算

	对应测算
总投资规模（亿元）	230
年限	15
单年天然气产量（亿立方米）	40
单立方米折旧（元）	0.38

来源：前瞻产业研究院，“煤化工网”微信公众号，国金证券研究所测算

注：此处我们取 40 亿立方米项目做测算，如果按照 20 亿立方米项目测算，单立方米折旧及财务成本会有较大出入。第 3 章统计煤制气共 10 个项目，1 个 20 亿立方米、8 个 40 亿立方米、1 个 60 亿立方米。其中 20 亿立方米煤制气项目对应 161 亿元资本开支，而 40 亿立方米煤制气项目对应 230-250 亿元资本开支，主因系一期工程包含基础设施建设、二期无需重复基建建设

（3）其他制造费用：包括水、电、人工等，经过综合测算，我们预计单立方米煤制气水、电、人工等其他制造费用在 0.15 元。

①水费，参考大唐克旗煤制气示范项目，每千标准立方米天然气产品原水单耗 6.72 吨（2018 年数据，可能与在建项目存在一定误差），工业用水价格按照 4.68 元/立方米测算，则对应单立方米煤制气的水费成本在 0.03 元；

②电费，参考新疆广汇准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目可研报告（全厂用电约 261242kW，假设 1 天煤化工



生产 15 小时、1 年 365 天，对应单年耗电量 14.30 亿度），每标方天然气电单耗约 0.36 度，参考特变电工准东光储项目测算的平均上网电价在 0.162-0.234 元，我们假设准东区域后续电价均值在 0.2 元/度，则对应单立方米煤制气的电费成本在 0.07 元；

③其他成本包括人工等，此处无明确参考数据，我们假设单立方米煤制气的人工成本在 0.05 元。

图表9：煤制气项目单立方米水费成本测算

	对应测算
单立方米对应水耗（吨）	0.00672
水价（元/立方米）	4.58
单立方米水费（元）	0.03

来源：国家煤化工网，“昌吉政务”微信公众号，国金证券研究所测算

图表10：煤制气项目单立方米电费成本测算

	对应测算
单立方米对应电耗（度）	0.36
电价（元/度）	0.20
单立方米电费（元）	0.07

来源：特变电工公司公告，《新疆广汇准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目可行性研究报告》，国金证券研究所测算

（4）管道输送费用：西气东输三线西起新疆霍尔果斯口岸、东至福建省福州市，管道总长 7378 公里，年设计输气量 300 亿立方米，管道运输价格为 0.1224 元/千立方米·公里，我们测算单立方米煤制气管道输送费用在 0.90 元。

图表11：煤制气项目单立方米管道输送费用测算

	对应测算
西三线管道运输价格（元/千立方米公里）	0.1224
西气东输三线干线、支线总长度（km）	7378
单立方米管道输送费用（元）	0.90

来源：人民政府官网，“天山网”微信公众号，国金证券研究所测算

（5）财务费用：总投资规模 230 亿元，按非自有资金比例 70%、有息负债利率 2.22%（参考陕西煤业 2024 年第五期科技创新永续期公司债券的票面利率区间在 2.10-2.34%，取中值）测算，我们预计单年财务费用 3.57 亿元，单立方米煤制气财务费用在 0.09 元。

图表12：煤制气项目单立方米财务费用测算

	对应测算
总投资规模（亿元）	230
其中非自有资金比例	70%
有息负债金额（亿元）	161
有息负债利率	2.22%
单年财务费用（亿元）	3.57
单年天然气产量（亿立方米）	40
单立方米财务费用（元）	0.09

来源：陕西煤业、伊泰 B 股公司公告，国金证券研究所测算

（6）敏感性测算：根据福州市五城区居民生活用管道天然气第一阶梯销售价格为 3.61 元/立方米，各阶梯气价按 1:1.2:1.5 的比例相应调整。此处我们取 3.61 元/立方米为终端售价，①当新疆煤炭价格在 200 元/吨时，新疆地区煤制气到福州成本约 2.19 元（含财务费用，后同），对应毛利率 39.27%；②当煤炭价格在 300 元/吨时，新疆地区煤制气到福州成本约 2.52 元，对应毛利率 30.03%；③但是，当煤炭价格在 500 元/吨时，新疆地区煤制气到福州成本约 3.19 元，对应毛利率仅 11.57%。

注意：测算仅供参考，不代表企业的实际数据



图表13: 新疆煤制气项目毛利率测算

煤炭价格 (元/吨)	煤炭成本 (元/立方米, 后均同)	折旧成本	其他制造费用	管道输送费用	财务费用	到福州成本	福州居民天然气售价	毛利率
200	0.67	0.38	0.15	0.90	0.09	2.19	3.61	39.27%
300	1.00	0.38	0.15	0.90	0.09	2.53	3.61	30.03%
400	1.33	0.38	0.15	0.90	0.09	2.86	3.61	20.80%
500	1.67	0.38	0.15	0.90	0.09	3.19	3.61	11.57%

来源: 国家煤化工网, 特变电工公司公告, 中国人民政府官网, 福州市人民政府官网, “昌吉政务”、“天山网”等微信公众号, 国金证券研究所测算

根据以上测算, 我们得到 2 点重要结论:

- 以 2024 年新疆 200-400 元/吨的煤价测算, 新疆地区煤制气运输到福州的成本大致在 2.19-2.53 元/立方米, 毛利率 (已包含财务费用) 在 21-39%, **新疆煤制气项目具备经济性;**
- 当前内蒙古煤炭价格在 560-615 元/吨 (分别对应蒙东、蒙西价格), 当煤价差在 300-400 元/吨时、对应煤炭带来的单立方米气成本差异在 1-1.33 元, **新疆煤制气项目具备经济性、内蒙古不具备, 核心成本差异来自煤价。**

后续新疆煤制气项目或仍有成本下降空间, 预计降本主要体现为管道输送费用上。2024 年底前国家管网集团西部管道有限责任公司将在新疆准东经济技术开发区启动煤制气管道建设 (支线建设工程), 规划包括 1 条主干线和 2 条支线, 主干线长 260 km, 从将军庙修建到西气东输管线联络处, 2 条支线分别从将军庙到芨芨湖和西黑山、支线总长 110km, 预计到 2027 年干线和支线全部建成。

2.2 煤制油: 国家能源集团牵头投资, 油价高于 60 美元/桶时、新疆项目具备长期竞争力

煤制油根据合成工艺不同, 可分为直接液化和间接液化: ①直接液化, 又称煤加氢液化, 是指煤炭在高压、高温、加氢的条件下, 经催化剂作用, 进行加氢反应, 直接转化为液态产物; ②间接液化, 先将煤气化成合成气, 经费托合成为烃类燃料油及化工原料和产品。

截至 2022 年底 (2023-2024 年实际未新投产煤制油和产能), 我国已建成的煤制油项目共 10 个, 最大单体规模为 400 万吨, 总产能 938 万吨、产量 732.8 万吨, 间接液化煤制油占整体产能 90% 以上。

图表14: 已投产煤制油主要项目统计表

项目名称	投产年份	产能/(万 t · a ⁻¹)	核心工艺	生产企业名称
神华鄂尔多斯直接煤制油	2009	108	美国 HTI 煤液化工艺	中国神华能源股份有限公司
伊泰鄂尔多斯间接煤制油	2010	16	中科合成油技术	内蒙古伊泰煤制油有限责任公司
	2017	100		
潞安长治间接煤制油	2010	16	中科合成油技术	潞安化工集团有限公司
	2017	180		
神华鄂尔多斯间接煤制油	2010	18	中科合成油技术	中国神华能源股份有限公司
兖矿榆林间接煤制油	2015	100	兖矿低温费托合成油技术	陕西未来能源化工有限公司
神华宁煤宁东间接煤制油	2016	400	中科合成油技术	宁夏煤业有限责任公司

来源: 《国内煤制油市场现状及销售企业应用前景》(作者: 冯想), 国金证券研究所

根据《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》(作者: 王建立、温亮, 来自中国神华煤制油化工有限公司) 数据, 按照 2000 万吨传统炼化一体化项目和 100 万吨间接法煤制油项目进行竞争测算, **当布油价格在 50-60 美元/桶时, 煤炭价格在 239-389 元/吨 (2024 年新疆煤价中枢水平) 时双方经济性可以打平, 当布油价格在 70 美元/桶 (截至 1 月 24 日, 布油价格为 78.88 美元/桶) 时, 煤炭价格在 517 元/吨时双方经济性可以打平。**

根据以上分析, 我们得到 2 点重要结论:

- 2022 年以来原油价格中枢明显上移, 布油现货价基本未跌破 70 美元/桶, 对应煤炭价格在 517 元/吨时双方经济性可以打平, 以当前新疆煤价、**新疆煤制油项目具备经济性, 油价中枢上移, 为新疆地区的煤制油项目带来明显竞争力。**但考虑到消费税以及销售终端等问题, 以 2024 年新疆 200-400 元/吨的煤价中枢测算, 实际上坑口建设的煤制油项目只有在油价高于 60 美元/桶时, 才具备长期竞争力;
- **除非布油价格长期超过 80 美元/桶, 否则非新疆区域煤制油项目较难实现盈利, 同样可证明 2009-2016 年煤制油项目快速落地后、后续暂无煤制油项目投产。**



图表15: 不同布油价格下, 新疆煤制油项目经济性测算

布油价格 (美元/桶)	石油路线成品油成本 (元/吨)	煤制油竞争煤价 (元/吨)
40	2984	96
50	3681	239
60	4378	389
70	5075	517
80	5772	681
90	6468	827
100	7165	975

来源:《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》(作者:王建立、温亮,发布时间为2021年3月),国金证券研究所

图表16: 布伦特石油现货价中枢上移



来源: wind, 国金证券研究所

相较煤制气,煤制油项目经济性更易受国际油价影响,国际油价影响因素多且复杂,因此似乎煤制油项目落地的不确定性高于煤制气。但我们认为,我国原油对外依存度高于天然气,经济性并非煤制油项目的唯一考虑因素,煤制油项目可起到能源安全“兜底”作用:

- 目前我国在产煤制油项目总产能 938 万吨、均不在新疆,其中国家能源集团(中国神华)产能达 526 万吨,产能占比达 56%,表明非新疆区域煤制油项目即使处于亏损状态、仍有其持续生产的能源安全角度意义,国家能源集团可通过前端煤炭盈利、对后端煤制油项目进行对冲;
- 2022 年我国煤制油产量 732.8 万吨,仅占当年我国成品油产量的 2%,表明煤制油项目对成品油的供给冲击偏小。

2.3 煤制烯烃: 经济性为重, 受油价波动影响较大

相较煤制油,煤制烯烃一大不同点在于,近年来仍然有一批项目投产。2018 年 10 月我国已投产煤制烯烃项目总产能 1210 万吨,2023 年总产能 1872 万吨,CAGR 达 9.1%。

根据《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》数据,按照 100 万吨蒸汽裂解制乙烯项目和 60 万吨煤制烯烃项目进行竞争测算,当布油价格在 50-60 美元/桶时,煤炭价格在 175-293 元/吨时双方经济性可以打平,当布油价格在 70-80 美元/桶(截至 1 月 24 日,布油价格为 78.88 美元/桶)时,煤炭价格在 417-538 元/吨时双方经济性可以打平。

整体而言:

- 煤制烯烃经济性略低于煤制油,以 2024 年新疆 200-400 元/吨的煤价中枢测算,实际上坑口建设的煤制油项目只有在油价高于 70 美元/桶时,才具备长期竞争力;
- 煤制烯烃项目成熟度高于煤制油,因此企业投资时,经济性将成为重要考虑因素之一。


图表17: 不同布油价格下, 新疆煤制烯烃项目经济性测算

布油价格 (美元/桶)	石油路线烯烃成本 (元/吨)	煤制烯烃竞争煤价 (元/吨)
40	3780	34
50	4520	175
60	5136	293
70	5790	417
80	6425	538
90	7130	672
100	7800	800

来源:《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》(作者:王建立、温亮,发布时间为2021年3月),国金证券研究所

3 以数据为本,根据已披露的在建、计划、预研项目,新疆煤化工累计可能达6318亿元投资、预计5年时间陆续建设

根据我们不完全统计,仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目,新疆煤化工合计投资额可达6318亿元,其中,煤制气关注发改委预审通过、进展较快的3个项目,煤制油仍然以国家能源集团牵头投资:

- 煤制气:总投资额达2603亿元,其中进展最快的煤制气项目(发改委预审通过,分别为兴业集团、国家能源集团一期、天池能源一期)总投资额达483亿元;
- 煤制油:总投资额达750亿元,其中进展最快的煤制油项目(全面启动建设,为国家能源哈密一阶段煤制油工程)总投资额达567亿元;
- 煤制烯烃:总投资额达2359亿元,其中进展最快的煤制烯烃项目(环评获批)总投资额达420亿元;
- 煤制甲醇:进展较快的煤制甲醇项目总投资额达606亿元。

我们认为,煤化工项目预计将按照5年时间建设,主因系2024年起审批加速、预计2025-2026年陆续开工,“十五五”末前建设完成,后测算均同。

煤制气项目投资额:①根据我们不完全统计,目前已公示(至少到预可研阶段)的煤制气项目共有10个,总投资额达2603亿元,对应400亿立方米煤制气产能;②其中,发改委预审通过的煤制气项目、即进展最快的煤制气项目合计3个,分别为兴业集团、国家能源集团一期、天池能源一期,总投资额达483亿元,对应60亿立方米煤制气产能;③煤制气项目平均单位投资额为8.05元/立方米,即单个20亿立方米煤制气项目约对应161亿元资本开支。



图表18: 新疆煤制气项目不完全统计

对应投资企业	项目	所在区域	投资额 (亿元)	产能 (亿立方米)	单位投资额 (元/立方米)	配套煤矿	项目所处阶段
新疆新业集团	新业集团准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目	准东	155	20	7.75		2024 年 7 月获新疆发改委预审通过
国家能源集团	国家能源集团新疆能源有限责任公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米, 对应 167.9 亿投资额)	准东	250	40	6.26	年就地转化原煤量 1612 万吨/年	2024 年 7 月获新疆发改委预审通过
特变电工	天池能源准东 40 亿 Nm ³ /a 煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米)	准东	230	40	5.75	拥有新疆准东大井矿区南露天煤矿、北露天煤矿, 新疆准东西黑山矿区将军戈壁一号露天煤矿、二号露天煤矿 4 个煤矿探矿权, 整体煤炭探明储量 126 亿吨	2024 年 7 月获新疆发改委预审通过
庆华能源集团	新疆庆华能源集团有限公司年产 55 亿立方米煤制天然气示范项目二期工程	伊犁	194	40	4.85	-	二期项目可研已编制完成 (2023 年 3 月); 一期年产 13.75 亿立方米已建成投产
其亚集团	新疆其亚年产 60 亿立方米煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米, 对应 160 亿投资额)	准东	359	60	5.98	-	2024 年 3 月一期项目环评公示; 原计划计划 2024 年动工, 2027 年建成投产
中国华能集团	中国华能新疆准东公司 40 亿立方米煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米)	准东	260	40	6.50	准东大井矿区六号井 1000 万吨/年矿井配套项目	2024 年 8 月启动可研
新疆中新建煤炭产业有限公司 (兵团)	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程 40 亿立方米/年煤制天然气项目	哈密	330	40	8.25		2024 年 8 月环评公示
中煤集团	中煤集团条湖 40 亿方/年煤制天然气项目	哈密	320	40	8.00	中煤条湖一号井工矿, 设计纳销原煤 1000 万吨/年	2024 年 1 月项目部分采购公示
河南能源	新疆龙宇能源准东煤化工有限责任公司年产 40 亿立方米煤制天然气项目	准东	200	40	5.00	-	2023 年 11 月召开可研评审
新疆能源集团	新疆能源集团 40 亿立方米煤制天然气项目	哈密	305	40	7.63	-	2022 年 9 月召开预可研报告专家评审会
合计			2603	400	6.51		
其中, 已通过发改委预审的项目			483	60	8.05		

来源: 伊犁新闻网, 华夏能源网, 兵团第十三师官网, “新疆发展改革委”“化化网煤化工”等微信公众号, 国金证券研究所

煤制油项目投资额: ①根据我们不完全统计, 目前已公示 (至少到预可研阶段) 的煤制油项目共有 2 个, 总投资额达 750 亿元, 对应 500 万吨煤制油产能; ②其中, 进展最快 (全面启动建设) 的煤制油项目为国家能源哈密一阶段煤制油工程, 投资额达 567 亿元, 对应 400 万吨煤制油产能; ③平均单位投资额为 1.5 万元/吨, 即单个 100 万吨煤制油项目约对应 150 亿元资本开支。



图表19: 新疆煤制油项目不完全统计

对应投资企业	项目	所在区域	投资额 (亿元)	产能 (万吨)	单位投资额 (万元/吨)	配套煤矿	项目所处阶段
国家能源集团	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司负责建设的哈密能源集成创新基地项目(一阶段煤制油工程)	哈密	567	400	1.42	建设年产 1500 万吨岱哈泉一号露天矿配套煤矿	2024 年 10 月全面启动建设
内蒙古伊泰集团	伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目	伊犁	183	100	1.83	伊泰伊犁矿业有限公司年产 450 万吨煤矿项目	计划 2025 年开工建设
合计			750	500	1.50		

来源: 中国新闻网, “煤化工网”、“化化网煤化工”微信公众号, 国金证券研究所

煤制烯烃项目投资额: ①根据我们不完全统计, 目前已公示(至少到预可研阶段)的煤制气项目共有 5 个, 总投资额预计可达 2359 亿元(其中宝丰项目未公告具体投资额、我们假设其单位煤制烯烃投资额与上述项目相同), 对应 780 万吨煤制烯烃产能; ②其中, 进展最快(环评获批)的煤制烯烃项目为东明塑胶(东方希望)、山能化工(兖矿能源), 总投资额达 420 亿元, 对应 160 万吨煤制烯烃产能。

图表20: 新疆煤制烯烃项目不完全统计

对应投资企业	项目	所在区域	投资额 (亿元)	产能	单位投资额 (万元/吨)	配套煤矿	项目所处阶段
宝丰能源	新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	准东	未公布投资额	1120 万吨煤制甲醇、400 万吨甲醇制烯烃		-	2024 年 9 月环评第一次公示
东方希望	新疆东明塑胶有限公司年产 80 万吨煤制烯烃项目	准东	211	220 万吨/年甲醇、80 万吨/年甲醇制烯烃(含烯烃分离)、40 万吨/年聚丙烯、40 万吨/年聚乙烯		-	2023 年 12 月开工, 2024 年 2 月环评获批
兖矿能源	新疆山能化工有限公司准东五彩湾 80 万吨煤制烯烃项目	准东	209	经甲醇生产 80 万吨聚烯烃		以五彩湾四号露天矿煤为原料	2020 年取得自治区发改委核准批复, 2024 年 2 月环评获批
山东纳宇能源	伊吾疆纳新能源有限公司风光多能互补制绿色低碳高值煤基化学品新材料项目	哈密	430	主要建设 70 万吨/年煤制烯烃装置, 35 万吨/年聚丙烯装置等		原煤及燃煤需求总量约为 849 万吨	
新疆中新建煤炭产业有限公司	新疆兵团第十三师红山农场淖毛湖经济技术开发区红山产业园建设 150 万吨煤制烯烃项目	哈密	300	150 万吨/年制烯烃装置		-	2024 年 7 月环评第一次公示
合计(不考虑宝丰能源项目)			1149	380	3.02		
合计(考虑宝丰能源项目, 假设宝丰能源单位投资额与上述项目类似)			2359				

来源: 中国生态环境部官网, 煤化工产业网, 煤化工信息网, 新疆兵团第十三师官网, “石油和化工园区”、“化化网煤化工”等微信公众号, 国金证券研究所

煤制甲醇项目投资额: ①根据我们不完全统计, 煤制甲醇项目进展均较快(其中中泰年产 100 万吨煤制甲醇项目预计年底达产, 哈密新能年产 120 万吨煤制甲醇+40 万吨 MMA 项目已取得自治区发改委核准批复)、目前统计内煤制甲醇项目共有 4 个, 总投资额达 606 亿元, 对应 930 万吨煤制甲醇+40 万吨 MMA 产能; ②平均单位投资额为 0.65 万元/吨, 即单个 100 万吨煤制甲醇项目约对应 65 亿元资本开支。



图表21：新疆煤制甲醇项目不完全统计

对应投资企业	项目	所在区域	投资额 (亿元)	产能	单位投资额 (万元/吨)	配套煤矿	项目所处阶段
新疆能源集团	哈密新能煤化工有限责任公司煤基新材料项目	哈密	171	年产 120 万吨煤制甲醇、40 万吨 MMA		-	2024 年 10 月取得自治区发展改革委核准批复
中泰化学	新疆中泰新材料股份有限公司资源化综合利用制甲醇升级示范项目	吐鲁番	60	年产 100 万吨甲醇		-	已取得自治区发展改革委核准批复，预计 2024 年底前建成投产
新疆投资发展 (集团)	新疆蓝山屯河科技股份有限公司 110 万 t 煤制甲醇项目	准东	75	年产 110 万吨煤制甲醇		-	2024 年 12 月项目初步设计合同签署仪式举行
其亚集团	新疆其亚新材料有限公司 600 万吨煤基甲醇项目	准东	300	年产 600 万吨甲醇		-	2024 年 6 月项目启动建设
合计			606	930	0.65		

来源：中泰化学公司公告，“化化网煤化工”、“煤炭深加工现代煤化工”、“煤化工期刊”、“其亚集团”官方微信公众号，国金证券研究所

4 受益行业及标的梳理

图表22：煤化工受益行业及标的梳理

代码	名称	煤化工相关业务	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002469.SZ	三维化学	设备-硫回收	47	2.69	3.62	4.64	17	13	10
603698.SH	航天工程	设备-航天炉	86	2.44	2.85	3.32	35	30	26
002140.SZ	东华科技	EPC	65	3.94	4.49	5.19	16	14	13
603227.SH	雪峰科技	煤矿上游-民爆	93	7.96	9.07	10.07	12	10	9
600425.SH	青松建化	基建-水泥	60	4.17	5.69	6.70	14	11	9
601117.SH	中国化学	EPC	448	57.50	63.07	69.35	8	7	6
2386.HK	中石化炼化工程	EPC	262	26.62	29.02	30.63	10	9	9
002096.SZ	易普力	煤矿上游-民爆	130	7.47	8.92	10.30	17	15	13
002683.SZ	广东宏大	煤矿上游-民爆	199	8.56	10.05	11.61	23	20	17
002457.SZ	青龙管业	基建-水管	40	/	/	/	/	/	/
603878.SH	武进不锈	基建-不锈钢管	30	2.83	3.34	3.84	11	9	8
600262.SH	北方股份	煤矿上游-矿卡	31	/	/	/	/	/	/
000972.SZ	中基健康	煤化工工业主方	26	/	/	/	/	/	/

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 2 月 5 日收盘价；以上公司均采用 wind 一致预期（180 天）

4.1 设备环节：硫回收看三维化学，航天炉看航天工程

我们不完全统计、新疆煤化工合计投资额约 6318 亿元，其中，①煤制气受益煤价低成本优势，新疆项目具备经济性，②煤制油由国家能源集团牵头投资，油价高于 60 美元/桶时、新疆项目具备长期竞争力，③煤制烯烃经济性为重，受油价波动影响较大。考虑到经济性并非新疆煤化工项目的唯一考虑因素，而是起到能源安全“兜底”作用，因此我们认为，新疆煤化工资本开支端（EPC+设备）的确定性会强于终端煤化工能否盈利的确定性。

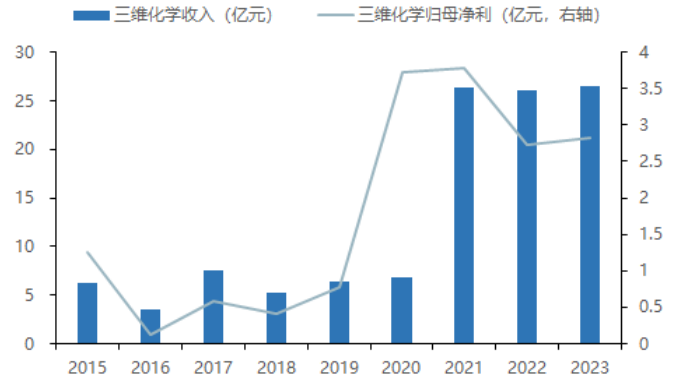
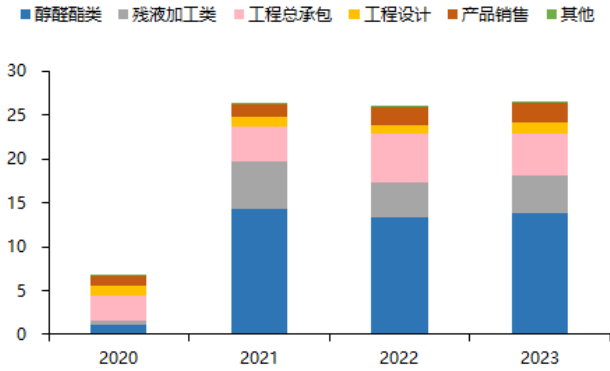


4.1.1 三维化学：硫磺回收

三维化学，主营收入主要为化学新材料（醇醛酯、残液加工）+化学工程（硫磺回收工程总承包及设计）。2023 年公司收入 26.57 亿元、同比+2%，归母净利润 2.82 亿元、同比+3%。

图表23：2020-23 年三维化学收入拆分（单位：亿元）

图表24：2015-23 年三维化学收入盈利（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

煤化工领域，三维化学主要技术优势在于硫磺回收，自主开发的“无在线炉硫磺回收工艺技术”达到国内领先、国际先进水平，截至 24H1 期末，公司累计完成各类硫磺回收装置设计、总承包合计 237 套，装置总规模 1255 万吨/年，是国内设计、总承包硫磺回收装置最多的公司。承接项目包括①神华榆林循环经济煤炭综合利用项目硫磺回收装置基础设计和技术服务项目、②宁夏宝丰能源第二套 50 万吨/年煤制烯烃项目配套甲醇工程硫磺回收装置工艺包及设计项目、③陕煤集团榆林硫磺回收装置专利技术许可及技术服务项目，中标国家能源集团准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目硫磺回收装置项目等一些新建煤化工项目的工艺包、设计相关工作。

公司新签订单有望充分受益新疆煤化工项目落地：

- 第 3 章已提及，根据已披露的在建、计划、预研项目，新疆煤化工累计可能达 6318 亿元投资。
- 参考新疆广汇准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目可行性研究报告（项目总投资 248.49 亿元，其中设备购置费 135.67 亿元），设备购置费占整体资本开支约 54.6%，则对应新疆煤化工整体设备购置费约 3449 亿元。
- 参考新疆广汇准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目可行性研究报告（设备购置费 135.67 亿元，其中用于硫回收 1.51 亿元，此外硫回收技术转让及工艺包 0.44 亿元），硫回收占整体设备购置费约 1.4%，则对应新疆煤化工整体硫回收资本开支约 50 亿元。

图表25：硫磺回收环节-受益新疆煤化工项目估计

	对应测算
新疆煤化工项目整体资本开支 (亿元)	6318
设备购置费占比	54.60%
用于煤化工环节的设备购置费 (亿元)	3449
硫回收环节占设备购置费的比重	1.44%
硫回收环节整体设备购置费 (亿元)	50
建设时间 (年)	5
硫回收环节设备购置费-单年 (亿元)	10

来源：《新疆广汇准东喀木斯特 40 亿方/年煤制天然气项目可行性研究报告》，三维化学公司公告，国金证券研究所测算

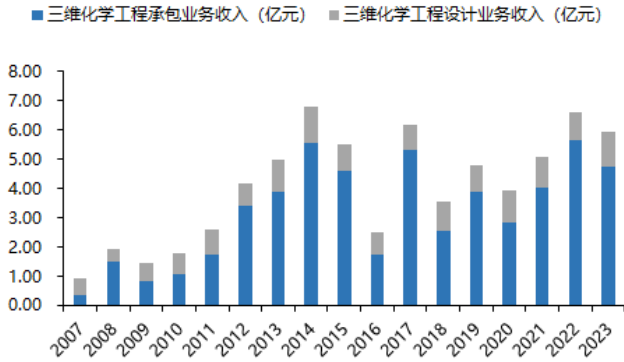
三维化学是由央企设计院改制设立的工程公司，主要服务化工石化行业客户，并积极转型、开拓新能源市场，业务以环保见长，拥有自主“无在线炉硫磺回收工艺技术”。公司工程业务基本吻合国内煤化工建设周期，2014 年（对应上一轮煤制油、煤制气资本开支景气高点）为公司收入工程业务收入最高峰。此外，受益于硫回收为利基市场，公司工程业务毛利率整体保持稳定，2016-2017 年低点仍保持 16-17% 的毛利率，2023 年工程业务毛利率达 32.38%。



不考虑新疆煤化工，工程业务重点关注华锦+鲁炼两大重点项目：①2023年11月公司与北方华锦签约精细化工及原料工程项目硫磺回收装置、酸性水汽提装置、溶剂再生装置工程总承包项目，签约合同含税金额13.07亿元、不含税金额11.72亿元，截至2024年末，该项目实现营收2.80亿元，2025年可能为华锦项目收入确认高峰期；②目前投资规模逾200亿元的中国石化齐鲁分公司鲁油鲁炼转型升级技术改造项目各项工作正在稳步推进，公司作为从齐鲁石化炼油厂改制设立的工程公司，将切实发挥自身专业优势，力争多拿项目。

图表26：三维化学工程承包及设计收入

图表27：三维化学工程承包+设计整体毛利率



来源：wind，国金证券研究所

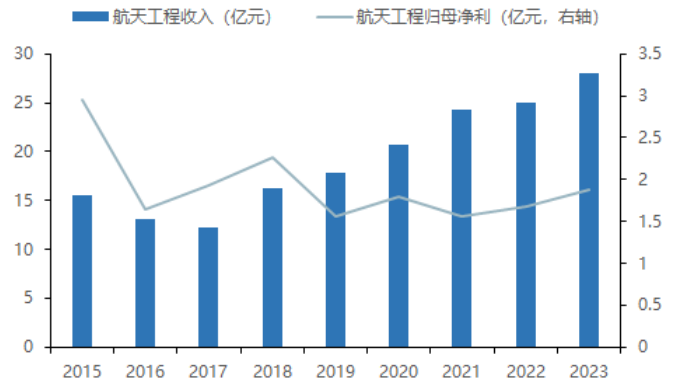
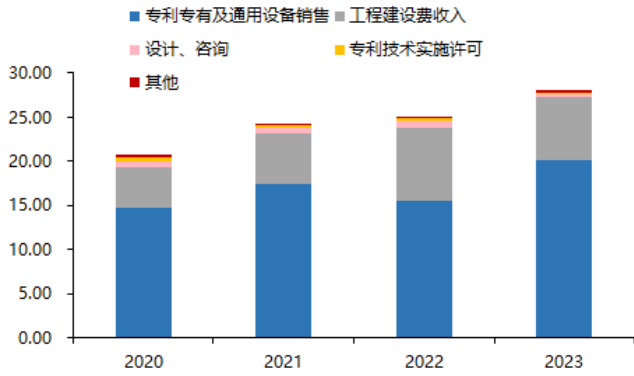
来源：wind，国金证券研究所

4.1.2 航天工程：航天炉

航天工程，主营业务是以航天粉煤加压气化技术为核心，专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包，拥有的航天粉煤加压气化技术及其关键装备能够实现煤炭的清洁高效利用，可以广泛应用于煤制甲醇、煤制合成氨、煤制天然气、煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制氢、IGCC发电等领域。2023年公司收入28.07亿元、同比+12%，归母净利润1.87亿元、同比+12%。

图表28：2020-23年航天工程收入拆分（单位：亿元）

图表29：2015-2023年航天工程收入及归母净利润



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

航天工程在2008-2024年期间成功签约73个项目、178台航天炉，公司预计在水煤浆气化核心设备航天炉领域市占率较高，同步开拓气化领域其他环节。公司新签订单有望充分受益新疆煤化工项目落地：

- 参考之前测算，假设完全用于煤化工环节的资本开支约6318亿元，设备购置费占整体资本开支约54.6%，则对应新疆煤化工整体设备购置费约3449亿元。
- 参考新疆广汇准东喀木斯特40亿方/年煤制天然气项目可研报告（设备购置费135.67亿元，其中用于水煤浆气化16.2亿元），水煤浆气化（包括制浆、气化、灰水处理等）占整体设备购置费约11.9%，则对应新疆煤化工整体水煤浆气化资本开支约412亿元。



图表30: 水煤浆气化环节-受益新疆煤化工项目估计

	对应测算
新疆煤化工项目整体资本开支(亿元)	6318
设备购置费占比	54.60%
用于煤化工环节的设备购置费(亿元)	3449
水煤浆气化环节占设备购置费的比重	11.94%
水煤浆气化环节整体设备购置费(亿元)	412
建设时间(年)	5
水煤浆气化环节设备购置费-单年(亿元)	82

来源:《新疆广汇准东喀木斯特40亿方/年煤制天然气项目可行性研究报告》,航天工程公司公告,中国化工报,国金证券研究所测算

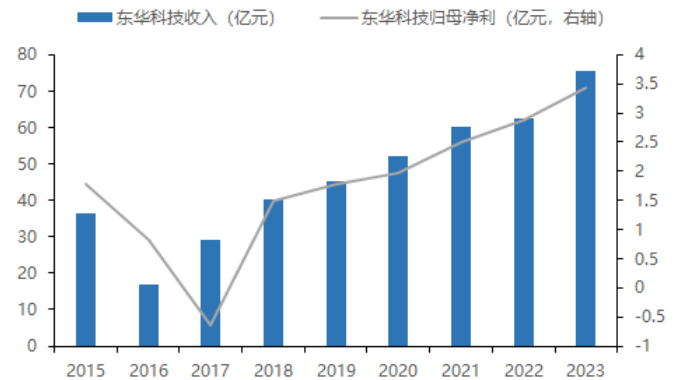
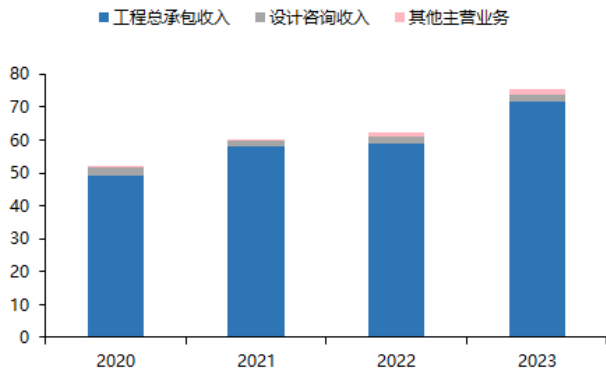
4.2 EPC 环节: 中国化学、中国石化各有优势, 弹性标的看东华科技

4.2.1 东华科技: 中国化学旗下子公司, EPC 环节弹性标的

东华科技, 主营业务化工工程 PEG。公司实施“差异化”经营战略、大客户”营销策略, 在煤化工气化、空分、净化以及公辅工程等标段具有丰富的工程业绩和较强的竞争优势。新疆是公司长期关注和重点拓展的业务区域, 先后承建新疆天利甲乙酮、天盈乙二醇、天业乙二醇等多个工程总承包项目, 目前在新疆有 2 个正在执行的大型总承包项目, 分别为中昆天然气制乙二醇总承包项目一期、曙光绿华 BDO 联产 PBAT 总承包项目, 总承包合同额合计约 60 亿元。2023 年公司收入 75.58 亿元、同比+21%, 归母净利润 3.44 亿元、同比+19%。在手订单充足, 按照 2023 年收入规模测算、可保障 6-7 年营收。截至 2024 年底, 公司在手订单 498.15 亿元, 较 2023 年底增加 30%。

图表31: 2020-23 年东华科技收入拆分(单位: 亿元)

图表32: 2015-2023 年东华科技收入及归母净利润



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

二股东赋能, 关注陕煤集团煤化工项目协同效应。①陕煤集团榆林化学 1500 万吨/年煤炭分质清洁高效转化示范项目是全球单体投资最大煤化工项目, 于 2024 年 9 月开工, 由东华公司担任总体院和部分装置基础工程设计。②陕煤集团与新疆兵团能源集团合作 150 万吨煤制烯烃项目, 于 2024 年 6 月签署股权转让协议, 标志着陕煤新疆项目进入实质性推进的全新阶段、陕煤集团将正式主导开发新疆岔哈泉二号煤矿及下游转化项目。公司新签订单有望充分受益新疆煤化工项目落地。

4.2.2 中国化学+中石化炼化工程

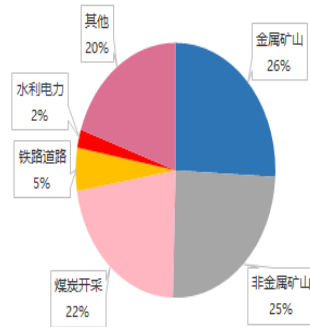
原化工部曾拥有九大设计院, 九大设计院各自拥有其独特的专业领域和专长, 其中 6 家隶属于中国化学、2 家隶属于中国石化、1 家隶属于中国石油, 因此我们认为中国化学、中国石化在煤化工 EPC 环节各有其优势领域: ①天辰工程公司, 原化工部第一设计院, 位于天津, 优势领域在精细化工、煤化工、石油化工、化肥工程和纯碱工程; ②赛鼎工程公司, 原第二设计院, 优势领域在煤制油、煤化工、有机化工和无机化工; ③东华工程公司, 原第三设计院, 位于合肥, 优势领域在水处理、无机化工以及煤化工; ④五环工程公司, 原第四设计院, 位于武汉, 优势领域在天然气化工、石油化工、煤化工以及合成气化工; ⑤中石化宁波工程公司, 原第五设计院, 优势领域在天然气化工、石油化工、煤化工和合成气化工; ⑥华陆工程公司, 原第六设计院, 位于西安, 优势领域在石油化工、天然气化工、煤化工、精细化工以及有机化工等多个领域; ⑦中石化南化设计院, 原第七设计院, 位于南京; ⑧成达工程有限公司, 原第八设计院, 位于成都, 优势领域在石油化工、天然气化工、盐化工、煤化工和精细化工; ⑨中石油设计东北公司。原第九设计院, 位于吉林。



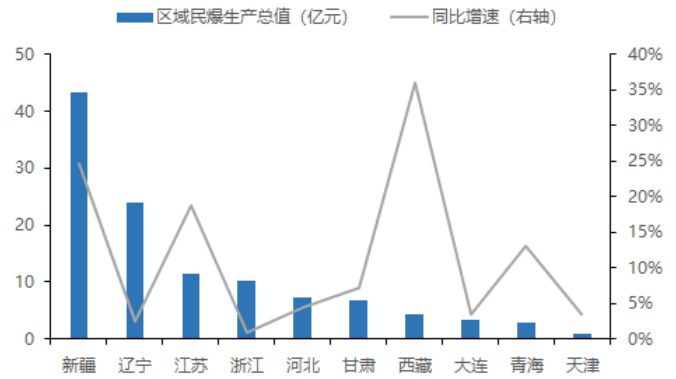
4.3 民爆：“煤化工->煤矿->民爆”逻辑传导，新疆市场持续扩容可期

民爆上游主要为矿山开采、新疆区域主要为煤矿，而煤化工项目为疆煤提供消化渠道，逻辑体现为“煤化工->煤矿->民爆”逐级传导，新疆区域民爆景气度突出。工业炸药下游应用领域 70%以上来源于矿山开采，2020 年金属矿山、非金属矿山、煤炭开采分别占工业炸药下游应用领域的 25.9%、24.7%、22%，其余应用领域主要为基建。“西部大开发”背景下，新疆区域民爆景气度突出，2024 年民爆行业生产总值同比-4.5%，西藏（同比+36.0%）是民爆行业生产总值同比增速最高的区域，煤炭大省新疆同比+24.6%，民爆景气度突出，主因系新疆区域煤矿资源丰富，同时国家重点矿山及工程投资有意向中西部区域倾斜。

图表33：2020 年民爆行业下游应用领域拆分



图表34：2024 年民爆生产总值同比增速为正的省/直辖市/自治区



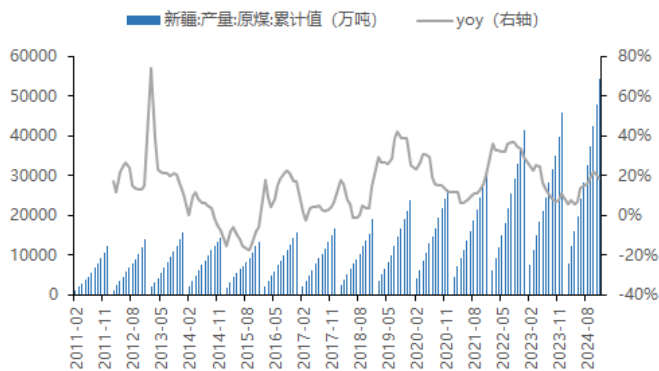
来源：华经产业研究院，国金证券研究所

来源：民爆协，国金证券研究所

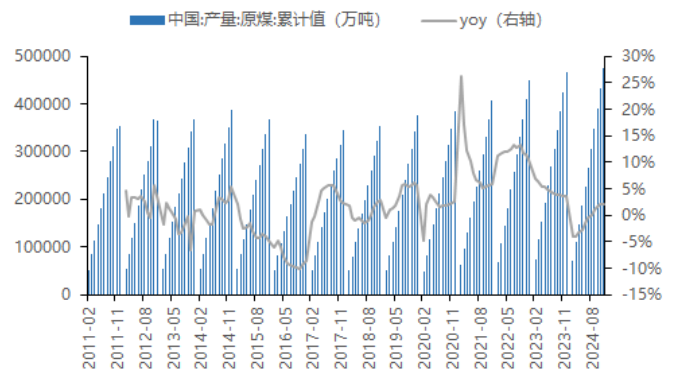
2022 年 5 月，新疆自治区印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上。新疆作为本轮煤炭行业的重要保供基地，①2019-2024 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.9%，远高于同期全国原煤产量 CAGR 的 4.9%；②2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨（已提前达到 2025 年煤炭产能达 4.6 亿吨以上的目标）、同比+18.4%，同期全国原煤产量 47.59 亿吨、同比+2.2%。

图表35：2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比+18.4%

图表36：2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨，同比+2.2%



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

受益煤炭产能快速释放，新疆民爆市场步入高速发展阶段。2019-2024 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 22.4%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 4.6%，2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 0.4%。截至 2024 年末，新疆区域民爆生产总值排名全国第一、工业炸药产量排名全国第二。

疆内民爆产能规模较大企业有江南化工（2023 年末 17 万吨产能）、雪峰科技（2023 年炸药产量 11.75 万吨）、易普力（2023 年末 10.6 万吨产能）、广东宏大（2023 年新疆市场营收同比+177%）、凯龙股份（控股孙公司新疆天宝）等。

未来煤化工项目为疆煤提供消化渠道的背景下，新疆民爆市场持续扩容可期。疆煤及新疆民爆弹性测算：

- 选取 3 个煤制气、2 个煤制油、1 个煤制烯烃项目（均在第 3 章中已提及），6 个项目合计投资额 2010 亿元、合计耗用 6411 万吨煤炭，对应每万吨煤炭对应投资额约 3135 万元。第 3 章中我们统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达 6318 亿元，则对应新增煤炭耗用量约 2.02 亿吨。
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，仅考虑新疆煤化工项目，假设以上 2.06 亿吨煤矿项目按照 3-4 年时间建设（上

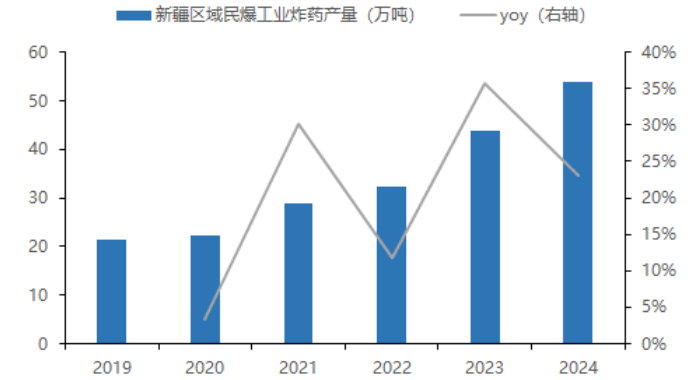
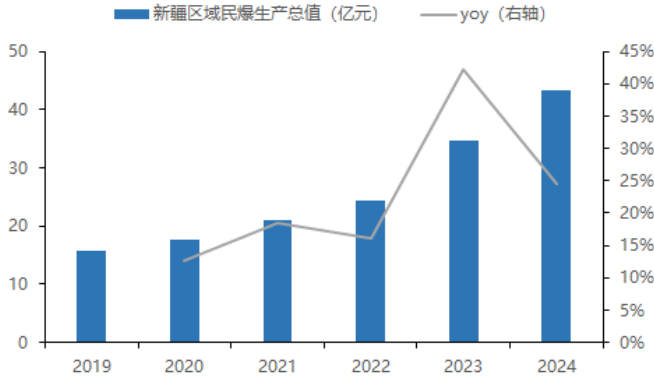


游煤矿项目一般需提前建设，因此建设周期可能比煤化工更短)、同时满产释放，则对应 2027-2028 年新疆原煤产量有望达到 7.47 亿吨。实际煤矿增量预计将更高，因为除煤化工外，疆煤还有外运、发电等其他消化渠道，随着铁路通道继续扩能，疆煤外运增量可期。

- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨、对应区域内民爆工业炸药产量 53.93 万吨，假设 2027-2028 年新疆原煤产量达到 7.47 亿吨、同时炸药产量同比例扩容，则 2027--2028 年新疆区域内民爆工业炸药产量有望达 74.47 万吨。

图表37：2019-2024 年新疆区域民爆生产总值及 yoy

图表38：2019-2024 年新疆区域工业炸药产量及 yoy



来源：民爆协，国金证券研究所

来源：民爆协，国金证券研究所

图表39：新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算

对应投资企业	项目	所在区域	投资额 (亿元)	配套煤矿	每万吨煤炭对应投资额 (万元)
国家能源集团	国家能源集团新疆能源有限责任公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米, 对应 167.9 亿投资额)	准东	250	年就地转化原煤量 1612 万吨/年	1553
中国华能集团	中国华能新疆准东公司 40 亿立方米煤制天然气项目 (一期 20 亿立方米)	准东	260	准东大井矿区六号井 1000 万吨/年矿井配套项目	2600
中煤集团	中煤集团条湖 40 亿方/年煤制天然气项目	哈密	320	中煤条湖一号井工矿, 设计消纳原煤 1000 万吨/年	3200
国家能源集团	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司负责建设的哈密能源集成创新基地项目 (一阶段煤制油工程)	哈密	567	建设年产 1500 万吨岔哈泉一号露天矿配套煤矿	3780
内蒙古伊泰集团	伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目	伊犁	183	伊泰伊犁矿业有限公司年产 450 万吨煤矿项目于 2023 年 3 月开工建设, 2025 年将建成达产	4067
	伊吾疆纳新能源有限公司风光多能互补制绿色低碳高值煤基化学品新材料项目	哈密	430	原煤及燃煤需求总量约为 849 万吨	5059
合计			2010	6411	3135

来源：兵团第十三师官网，煤化工信息网，“新疆发展改革委”、“石油和化工园区”、“煤炭深加工现代煤化工”、“化化网煤化工”等微信公众号，国金证券研究所

4.3.1 雪峰科技：“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，宏大后有望打开产能瓶颈

雪峰科技，目前工业炸药产能 11.75 万吨/年、电子雷管产能 1890 万发/年。2023 年公司爆破服务收入 25.21 亿元、民爆产品收入 6.24 亿元，近 5 年公司民爆业务收入增速主要来自于爆破服务 (2019-2023 年爆破服务收入 CAGR 为 22%、民爆产品收入 CAGR 为 7%)。此外，硝酸铵是工业炸药生产最重要的原材料，呈现区域性特点、生产市场较为集

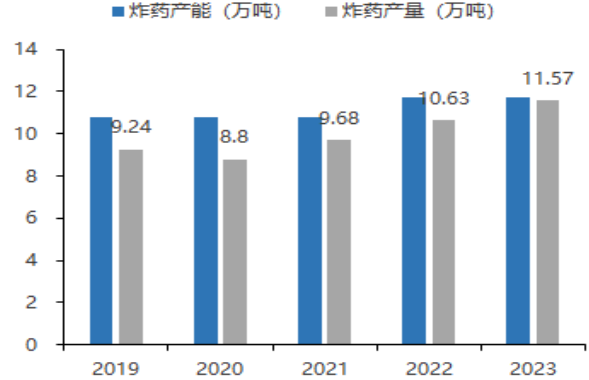
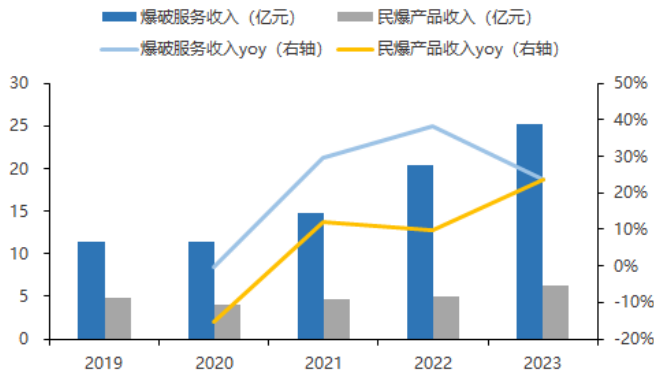


中。公司是新疆唯一的硝酸铵生产企业，2023 年硝酸铵销量 32.33 万吨、其中自用 10 万吨左右，其余销售到疆内其他民爆企业，硝酸铵自供一体化优势明显。

宏大收购打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，整合后有望打开公司产能瓶颈。2024 年 7 月雪峰科技公告，控股股东新疆农牧投拟以 22.06 亿总转让价，向广东宏大转让 21% 股权（原第一大股东新疆农牧投持股 34.13%），2024 年 12 月已签署《股份转让协议》。前期雪峰科技受制于各种因素，炸药产能新增量不高，例如 2019 年公司炸药产能 10.75 万吨、2023 年为 11.75 万吨，远低于同期新疆区域民爆产量增速。收购股权公告中明确提及“于雪峰科技控制权发生变更之日起至满 36 个月之内，为支持雪峰科技快速发展，广东宏大转移或注入炸药产能不低于 15 万吨至雪峰科技”，整合后雪峰有望打开产能新增空间。

图表40：2019-2023 年雪峰科技民爆业务收入及 yoy

图表41：2019-2023 年雪峰科技炸药产能及产量



来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

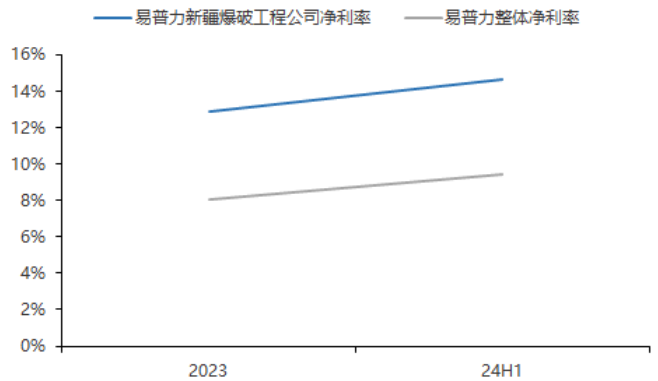
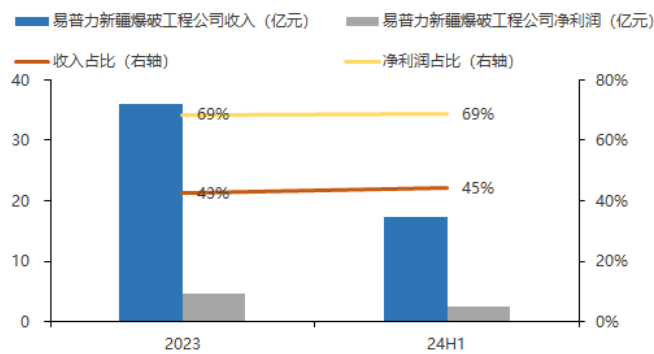
来源：雪峰科技公司公告，国金证券研究所

4.3.2 易普力：新疆区域贡献公司主要增量收入

易普力，2023 年末工业炸药产能 52.15 万吨、其中新疆区域产能 10.6 万吨。易普力新疆爆破工程（主要收入来源于新疆，含少量其他区域收入）是公司收入/净利润的重要来源，2023 年易普力新疆爆破工程收入 36.07 亿元、占比为 43%，净利润 4.64 亿元、占比为 69%，净利率 12.86%，高于公司整体净利率 4-5pct。

图表42：2023-24H1 易普力新疆爆破工程收入及净利润

图表43：2023-24H1 易普力新疆爆破工程净利率明显高于公司整体水平



来源：易普力公司公告，国金证券研究所

来源：易普力公司公告，国金证券研究所

4.3.3 广东宏大：新疆区域收入同比高增，同步收购雪峰科技

广东宏大，截至 2024 年 5 月，公司新疆+西藏+甘肃地区合计产能 11.1 万吨，2023 年新疆市场营收同比+177%，24H1 新疆市场营收同比+48%，新疆区域收入规模持续高增。同时公司拟收购雪峰科技，打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，整合后有望打开雪峰科技产能瓶颈。

4.4 基建：铁路、水资源等建设拉动水泥、管道、矿卡等需求

4.4.1 青松建化：控股股东已变更为中新建能矿，中吉乌铁路带动疆内水泥需求

青松建化，疆内水泥行业龙头，2023 年水泥产量 825 万吨，按 2023 年疆内水泥产量 4810 万吨测算、公司疆内市占率约 17.1%。2023 年公司收入 44.90 亿元、同比+20%，归母净利 4.63 亿元、同比+12%。疆内水泥市场格局相对稳定，



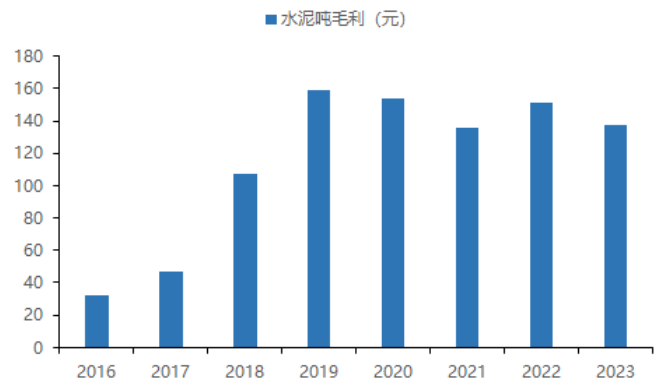
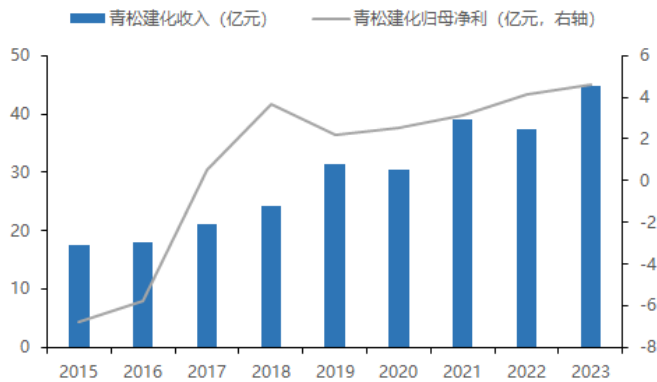
区域内通过头部企业自发主导的错峰限产等措施，维持疆内水泥价格、盈利能力相对平稳，2019-2023 年青松建化水泥吨毛利整体维持在 135-160 元左右。

煤化工对疆内水泥需求的催化，我们认为主要体现在铁路运输环节拉动基建需求方面。前文所述，外部铁路亦有积极变化，2024 年 12 月中吉乌铁路项目启动仪式在吉尔吉斯斯坦贾拉拉巴德举行，按计划将于 2025 年 7 月正式开工建设、工期 6 年。中吉乌铁路全长约 523 公里，其中中国境内 213 公里、中国全权负责，吉尔吉斯斯坦境内 260 公里、由中吉乌铁路公司负责，乌兹别克斯坦境内段升级改造线 50 公里、乌方负责。我们测算：

- 根据中国砂石协会数据，1 公里高铁建设所需水泥量在 2-3 万吨；
- 中国境内 213 公里、中国全权负责，假设全部由疆内水泥供应。吉尔吉斯斯坦境内 260 公里、由中吉乌铁路公司（中国铁路国际有限公司 100% 持股）负责，此处我们假设吉境内铁路的 25-75% 水泥由疆内水泥供应；
- 测算中吉乌铁路整体拉动新疆水泥需求 695-1020 万吨，按照 6 年建设周期，对应单年增加 116-170 万吨新疆水泥需求。公司新签订单有望充分受益中吉乌铁路项目落地。

图表44：2015-2023 年青松建化收入及归母净利润

图表45：2016-2023 年青松建化吨毛利拆分



来源：wind，国金证券研究所

来源：青松建化公司公告，国金证券研究所

图表46：新疆水泥-受益中吉乌铁路弹性测算

	对应测算		
中吉乌铁路-中国境内长度 (km)	213		
单 km 水泥用量 (万吨)	2.5		
中吉乌铁路-中国境内新疆水泥需求 (万吨)	532.5		
中吉乌铁路-吉方境内长度 (km)	260		
单 km 水泥用量 (万吨)	2.5		
中吉乌铁路-吉方境内水泥消耗量 (万吨)	650		
吉方境内使用新疆水泥比例	25%	50%	75%
中吉乌铁路-吉方境内新疆水泥需求 (万吨)	163	325	488
整体拉动新疆水泥需求 (万吨)	695	858	1020
建设时间 (年)	6		
单年拉动新疆水泥需求 (万吨)	116	143	170

来源：新华社，中国砂石协会，爱企查，国金证券研究所测算

2023 年 12 月新疆中新建能源矿业有限责任公司成立，由新疆兵团国资委（持股 55%）、阿拉尔市国有资本投资运营集团（持股 45%）出资成立。2023 年 12 月阿拉尔国投公司向中新建能矿公司协议转让青松建化 22.49% 的股份，2024 年 11 月协议转让完成，公司控股股东变更为中新建能矿公司、实际控制人为兵团国资委。

中新建能矿公司落实“巩固南疆，完善北疆，做强做优水泥主业”发展战略，做大做强能源化工、新型建材、矿产开发、城镇能源综合服务、资本运作五大产业，形成资产、营收“双千亿”企业。目前青松建化是中新建能矿公司旗下唯一上市公司平台。

4.4.2 青龙管业：水资源是煤化工项目的先导条件

青龙管业，2023 年收入结构为钢筋混凝土管占比 39%、塑料管 30%、复合钢管 14%、设计咨询 17%，其中代表性产品



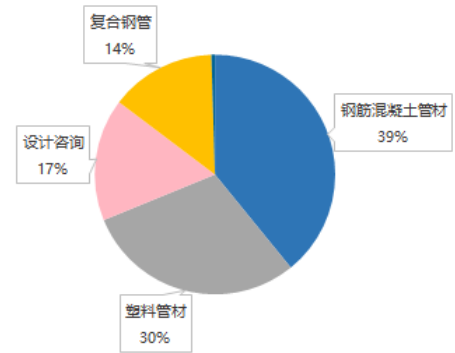
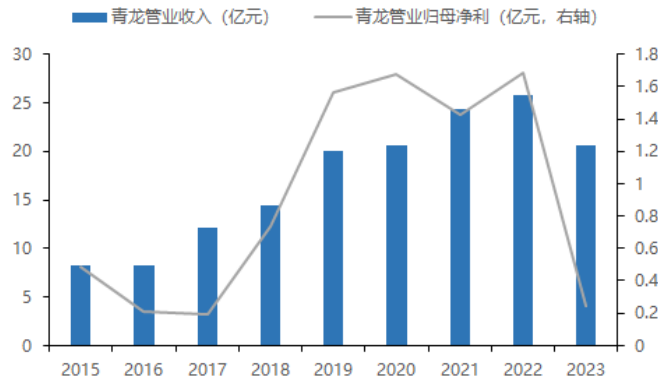
PCCP 主要用于国家的跨流域调水及城市输水项目（例如南水北调工程等）中，目前公司 PCCP 管市占率 20-30%。根据公司业绩预告，2024 年公司归母净利润在 1.9-2.7 亿元，同比增速在 664-986%。

水管是基建投资弹性方向，2024 年 10 月国务院新闻办公室举行新闻发布会，提及“地方管网建设改造未来 5 年预计达到总量 60 万公里，总投资需求 4 万亿”。地下管网是财政发力确定性方向，2024 年全年我国水利管理业固投增速达 41.7%，同期整体固投增速为 3.2%。水利投资景气已逐步传导到公司新签订单，2023 年公司管道业务新签合同金额 32.1 亿元（其中混凝土管道 19.2 亿元、塑料管材 7.6 亿元、复合钢管 5.4 亿元），同比+19.1%，2022-2023 年公司新签订单金额连续创历史新高。

煤化工对水管行业需求的催化，我们认为主要体现在新疆煤炭资源与水资源的分布不均衡现象较为突出，煤化工项目开工的前提条件是解决水资源问题。青龙管业深耕新疆市场，2023 年新疆市场共计新签订单 5.25 亿元。

图表47：2015-2023 年青龙管业收入及归母净利润

图表48：2023 年青龙管业收入按产品区分

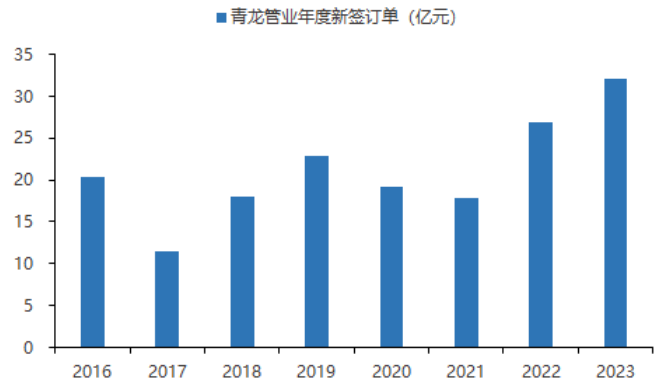
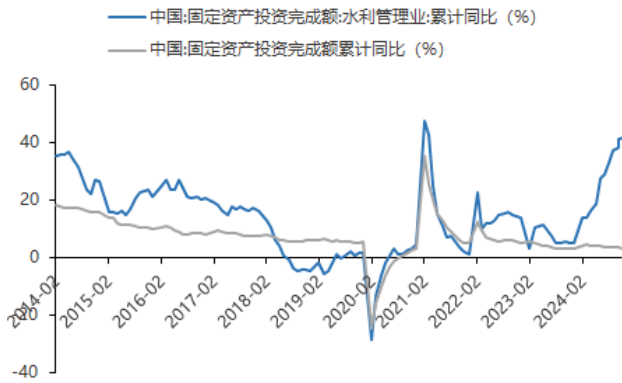


来源：wind，国金证券研究所

来源：青龙管业公司公告，国金证券研究所

图表49：我国水利管理业固投增速 vs 整体固投增速

图表50：2016-2023 年青龙管业年度新签订单



来源：wind，国金证券研究所

来源：青龙管业公司公告，国金证券研究所

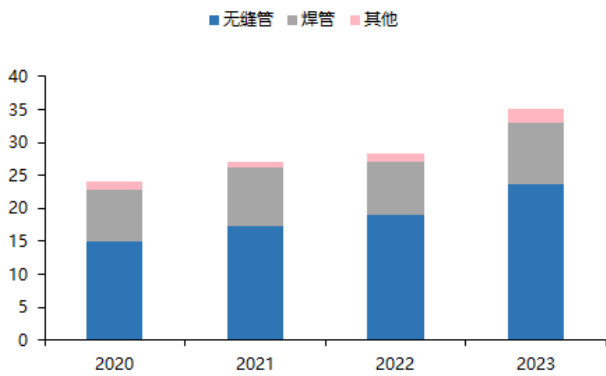
4.4.3 武进不锈：设备+公用工程均需使用不锈钢管

煤化工属于不锈钢管应用细分行业的中高端领域，煤化工复杂环境中使用的不锈钢管、各项性能要求较高。管道贯穿煤化工各个环节，例如与大型设备连接、工艺供热、废水等；除设备外，公用工程还需使用一部分管材，例如西气东输管道工程等。

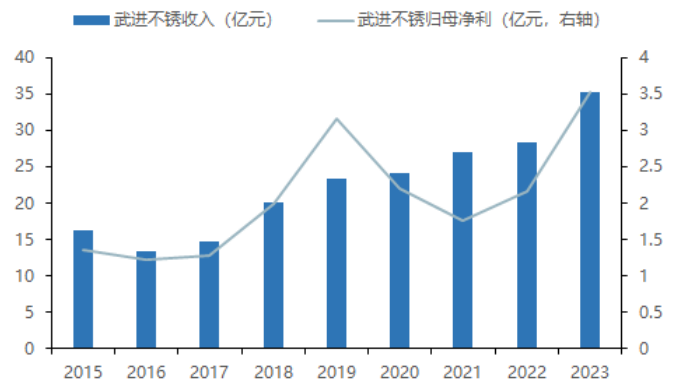
武进不锈，主营收入主要为不锈钢管及管件，2023 年公司收入 35.16 亿元、同比+24%，归母净利润 3.52 亿元、同比+63%。



图表51: 2020-23年武进不锈钢收入拆分(单位:亿元)



图表52: 2015-2023年武进不锈钢收入及归母净利润



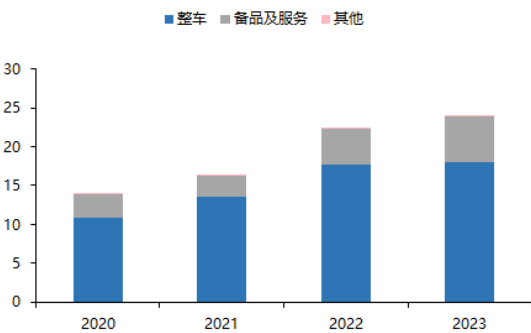
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

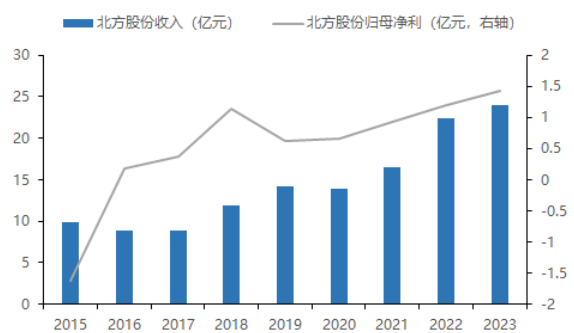
4.4.4 北方股份: 大型露天煤矿驱动无人矿卡需求

北方股份, 主要业务为矿用车的研发、生产、销售和服务, 同时提供矿用车备件、维修承包及劳务服务等, 产品广泛应用于冶金、煤炭、有色、化工、建材、水电、交通基建七大矿业领域, 遍布于国内外数百个大型露天矿山。2023年公司收入24.03亿元、同比+8%, 归母净利润1.42亿元、同比+19%。

图表53: 2020-23年北方股份收入拆分(单位:亿元)



图表54: 2015-2023年北方股份收入及归母净利润

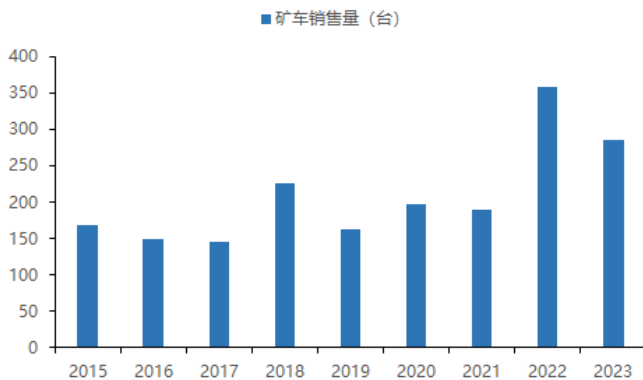


来源: wind, 国金证券研究所

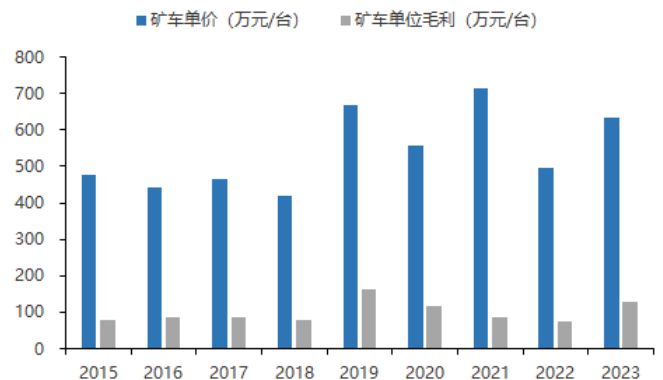
来源: wind, 国金证券研究所

矿卡逻辑类似于民爆, 煤化工项目为疆煤提供消化渠道, “煤化工->煤矿->矿卡”逐级传导。根据新疆日报报道, 目前无人驾驶矿卡已成为大型露天煤矿的标配, 仅新疆准东经济技术开发区、就有500余台无人驾驶矿卡24小时运行。北方股份打造基于矿用车无人驾驶的智慧矿山自动运输系统, 已在包钢、海螺集团、国电投蒙东能源集团、中煤平朔等矿山实现批量应用, 无人驾驶矿车累计销售211台。2023年公司矿车销量285台, 单车销售价格约634万元。

图表55: 2015-2023年北方股份矿车销售量



图表56: 2015-2023年北方股份矿车单价及单位毛利



来源: 北方股份公司公告, 国金证券研究所

来源: 北方股份公司公告, 国金证券研究所



4.5 煤化工业主方

煤化工业主方角度，建议关注弹性标的中基健康。2025年1月公告，中基健康正在筹划发行股份购买新疆新业能源化工有限责任公司不少于75%的股权、并募集配套资金事项。新业集团准东20亿立方米/年煤制天然气项目（详细见第3章）2024年7月获国家发改委预审通过，2024年10月项目环境影响报告通过技术评审，是目前进展最快的煤制气项目之一。

风险提示

煤制气项目落地不及预期：我们测算受益煤价低成本优势，新疆煤制气项目具备经济性，我们统计新疆煤制气总投资额达2603亿元，其中进展最快的煤制气项目（发改委预审通过，分别为兴业集团、国家能源集团一期、天池能源一期）总投资额达483亿元。但如果煤制气经济性测算与最终实际情况出入偏大、前期上马的煤制气项目无法盈利，可能导致进展偏后的煤制气项目开工不及预期；

国际油价大幅波动，煤制油、煤制烯烃项目落地不及预期：前文测算，油价高于60美元/桶时、新疆煤制油项目具备长期竞争力，油价高于70美元/桶时、新疆煤制烯烃项目具备长期竞争力。2022年以来原油价格中枢明显上移，布油现货价基本未跌破70美元/桶，为新疆落地煤制油/煤制烯烃项目带来明显竞争力。但如果国际油价大幅下降，可能导致新疆煤化工项目测算经济性不及预期、进而导致煤化工项目落地偏慢。例如我们统计新疆煤制油总投资额达750亿元，其中全面启动建设的国家能源哈密一阶段煤制油工程总投资额达567亿元，但如果国际油价大幅波动，可能导致其余煤制油项目开工不及预期；

新疆区域竞争趋于激烈：根据我们不完全统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达6318亿元。但如果新疆区域煤化工项目落地速度偏快，使得区域内竞争趋于激烈、煤化工产品价格发生降价，可能最终导致新疆煤化工项目测算经济性不及预期、进而导致煤化工项目落地偏慢；

煤制气、煤制油、煤制烯烃经济性测算与现实情况出入较大：本轮煤制油、煤制烯烃经济性测算采用的是2021年3月发表的《现代煤化工产业竞争力分析及高质量发展路径研究》（作者：王建立、温亮），可能存在明显时滞问题。同时，新疆地区广阔，准东和哈密地区的交通运输条件、配套设备和辅料供应可能存在较大出入，煤制气准东单个项目可能存在以偏概全的可能性，导致最终经济性测算与现实情况出入较大；

建设周期导致煤制气经济性测算有较大误差：我们统计煤制气共10个项目，1个20亿立方米、8个40亿立方米、1个60亿立方米。其中20亿立方米煤制气项目对应161亿元资本开支，而40亿立方米煤制气项目对应230-250亿元资本开支，主因系一期工程包含基础设施建设、二期无需重复基建建设。但如果建设周期出现一定延误，大量40亿立方米仅开工第一期20亿立方米项目，可能导致煤制气经济性测算有较大误差；

环评可能导致项目延期或导致成本上升：作为重污染行业，环评是煤化工项目启动的先决条件，同时环保设备也占一定比重。如果后续环评趋严，可能导致部分项目延期或环保设备成本上升。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究